

# Perspectives

N°26/004 – 9 janvier 2026

## GÉOÉCONOMIE – La géopolitique a-t-elle apprivoisé les marchés ?

Il peut sembler surprenant que l'enlèvement spectaculaire de N. Maduro par les États-Unis, transgression assumée des règles de la Charte des Nations-unies, n'ait guère déclenché d'onde de choc financière. Les marchés ont non seulement facilement absorbé l'événement, mais se sont immédiatement demandé quelle allait être la suite. Il n'y a donc pas eu de fuite massive vers les valeurs refuges, pas de dislocation financière, pas de tension durable sur le pétrole.

Ce décalage entre la gravité géopolitique réelle de l'événement, les émotions mondiales et la modération de la réaction financière ne relève pourtant ni de l'aveuglement pur, ni de l'irrationalité totale. Il devient même un fait stylisé du capitalisme contemporain : **la géopolitique n'est plus perçue comme une anomalie, mais comme une condition permanente**. Cependant, lorsque le risque devient structurel et endogène, les marchés changent non seulement ce qu'ils *pricent*, mais aussi la façon dont ils hiérarchisent les événements.

### La notion de paradigme, selon Thomas Kuhn

Dans la *Structure des révolutions scientifiques*<sup>1</sup>, Thomas Kuhn explique que **les communautés savantes opèrent à partir de cadres mentaux et interprétatifs partagés, c'est-à-dire communs à plusieurs domaines – les paradigmes**. Ceux-ci définissent en réalité ce qui est perçu comme normal, ce qui relève de l'anomalie (ce qui ne peut pas être expliqué), et ce qui mérite d'être partagé (qui fera peu à peu « consensus »). Le paradigme dans lequel on vit n'est généralement pas perçu de façon consciente : on est « à l'intérieur, mais inconscient de la nature et de la hauteur du plafond....

**Tant que les anomalies restent gérables, le paradigme survit.** Ce n'est que lorsqu'elles s'accumulent qu'un basculement de paradigme devient possible. Il se fera alors par une prise de conscience progressive, on se rend compte que nos cadres explicatifs n'expliquent plus le réel, mais aussi par de brusques effets de seuils, car certains événements sont des accélérateurs.

**En fait, le nouveau paradigme n'apparaît pas d'un seul coup, il y a d'abord un entre-deux**, caractérisé par une incertitude radicale et donc aussi, malheureusement, par une angoisse généralisée. Ces moments d'entre-deux correspondent à ce qu'Antonio Gramsci a décrit comme la « crise organique » d'un système, moments politiques propices aux aberrations politiques mais aussi aux figures de « sauveur ».

Sur les dangers des périodes d'entre-deux, la littérature est souvent aussi clairvoyante que la théorie politique. Ainsi, Paul Valéry perçoit-il parfaitement comment le « besoin de dictature » arrive bien avant la dictature elle-même, insistant sur l'importance de ces moments de fatigue historique, dans lesquels les pouvoirs autoritaires apparaissent autant une solution psychologique que politique. La dictature se forme d'abord dans les esprits, avant de s'attaquer aux institutions. « Il s'agit d'ordre et de salut public ; il faut atteindre ces objectifs au plus vite par le plus court, et à tout prix ».<sup>2</sup>

### Le changement de paradigme dans la perception du risque géopolitique par la finance

Les marchés ne sont en fait ni myopes ni omniscients. Mais **ils interprètent les événements à l'intérieur d'un cadre de croyances donné**,

<sup>1</sup> *The structure of Scientific Revolutions*, T. Kuhn, University of Chicago Press

<sup>2</sup> Paul Valéry, *l'Esprit de Dictature* (Texte de 1924, publié dans *Regards sur le monde actuel*)

exactement comme les communautés scientifiques. Et le cadre est en train de changer.

De fait, **la finance internationale a longtemps fonctionné dans un paradigme où la géopolitique était un choc exogène**, en tout cas pour les pays considérés comme étant plus avancés. Pour ces derniers, la géopolitique était perçue comme un événement rare, un choc, et ne perturbant que temporairement un ordre économique fondamentalement stable. C'est d'ailleurs la définition qu'en donne la Fed<sup>3</sup> dans l'indicateur de référence GPR (*Geopolitical Risk Index*<sup>4</sup>), qui renvoie à l'idée d'un « cours normal des relations internationales ». Ce paradigme s'est traduit par des modèles de *rare disasters* et par une lecture « événementielle » du risque géopolitique : la guerre, la révolution, le coup d'État seraient des moments de rupture nommés, qui semblent réservés à des pays en rattrapage, ou considérés comme exceptionnels pour des pays avancés.

**Le paradigme en train de s'effacer était celui de la « normalisation », et il imprime les outils de prévision économique**, construits sur l'idée de cycle. Au fond, ce paradigme est fondé sur notre approche de la démocratie après la seconde guerre mondiale, et sur cette idée que l'ouverture commerciale et financière allait nécessairement renforcer la classe moyenne, qui allait aspirer naturellement à plus de démocratie, et à moins de guerres (chacun de ces points étant contestables). De nombreux travaux économiques « prouvaient » cela, reprenant en réalité le chemin mental du doux commerce de Montesquieu. Là encore, on aurait dû écouter les intuitions des artistes : dans *Le Monde d'hier*, Stefan Zweig nous racontait pourtant comment la principale erreur des bourgeois de Vienne avait été de ne pas croire à la réversibilité de la « civilisation », et de penser que « le mur de leur richesse les protégeait de la barbarie ». Déjà, on savait qu'il n'y avait aucune corrélation entre un niveau de PIB élevé, une aspiration à la démocratie et un quelconque système de règles morales.

Donc, **ce que la finance internationale est en train de vivre, c'est que son cadre de pensée du risque géopolitique ne tient plus**. Depuis la crise financière globale, la montée des sanctions, l'accession au pouvoir de partis antisystèmes dans des démocraties consolidées, et un horizon de retour de grandes guerres systémiques, la géopolitique s'est déplacée dans les perceptions des investisseurs, pour devenir une composante

endogène au fonctionnement de l'économie mondiale.

## Le tournant ukrainien : de l'événement géopolitique au régime géo-économique

**La guerre en Ukraine constitue un point de bascule analytique pour comprendre, en creux, la relative indifférence des marchés à des événements politiquement spectaculaires, mais financièrement « non convertibles », comme l'enlèvement de N. Maduro.**

Contrairement à d'autres conflits, l'invasion de l'Ukraine n'a pas été interprétée comme un choc isolé, et cela a déclenché la **prise de conscience d'un changement de régime géoéconomique**. En fait, elle était déjà préparée par une succession d'événements de rupture – au sens où ils n'avaient pas été prévus par les consensus – du type *Brexit* ou première élection de Trump. Également par le démarrage d'un affrontement hégémonique États-Unis/Chine, à partir de 2017, et des pressions autour de Huawei. Mais la guerre a fait passer un effet de seuil de conscience. Phénomène que Hegel décrit, comme déclencheur de « sauts » historiques au cours desquels les changements de perception du monde ont beaucoup de conséquences auto-réalisatrices.

Plusieurs travaux macro-financiers convergent sur cette analyse de la guerre en Ukraine comme accélérateur de conscience : l'événement a modifié les prix, mais surtout, **la structure même des anticipations**<sup>5</sup>, en particulier parce qu'elle a **directement activé des canaux macro-économiques centraux**. Les chocs sur l'énergie et les matières premières agricoles ont eu un impact mesurable et durable sur l'inflation, les termes de l'échange et les politiques monétaires. De plus, la guerre a marqué une **rupture qualitative dans l'usage des sanctions**. Le gel des réserves de la banque centrale russe a constitué un précédent, transformant la perception du risque souverain et du risque de réserves. Plusieurs études soulignent aussi que cet épisode a accéléré la réflexion sur la fragmentation financière et monétaire, non pas comme un scénario extrême, mais comme une variable structurelle du système international<sup>6</sup>. Enfin, la guerre a agi comme un **choc d'apprentissage sur les désastres rares**. Certains travaux<sup>7</sup> montrent que lorsque les agents révisent à la hausse la probabilité de désastres majeurs, ces croyances peuvent rester élevées longtemps, même si

<sup>3</sup> « We define geopolitical risk as the risk associated with war, terrorism, and tensions among states that affect the normal course of international relations. Geopolitical risk captures both the risk that these events materialize, and the new risks associated with an escalation of existing events »

<sup>4</sup> Caldara, Dario et Iacoviello, Matteo (2022) *Measuring Geopolitical Risk*, *American Economic Review*, Volume 112 N°4, avril 2022, p. 1194-1225

<sup>5</sup> Aizenman J., et al. (2023) *War Shocks, Commodity Prices, and Global Spillovers*. NBER Working Papers

<sup>6</sup> Fernandez-Villaverde J., Mineyama T. et Song D (2024). *Geopolitical Fragmentation and the Macroeconomy*. NBER Working Paper

<sup>7</sup> Wachter J. (2025). *Learning with Rare Disaster*. Quantitative Economics.

l'intensité du conflit diminue (effets d'hystérides, déjà perçus sur les comportements d'épargne). **La géopolitique sort alors de « la queue de distribution » pour devenir un état du monde.**

C'est ce point qui éclaire le paradoxe actuel : **plus la géopolitique est intégrée comme régime endogène, plus chaque événement supplémentaire est évalué à la marge, et non pas comme rupture. Autrement dit, l'Ukraine a élevé le niveau de risque « normal », ce qui rend plus difficile l'identification de l'événement décisif.** La seconde élection de Trump, le discours de JD. Vance à Munich, la mise en scène des droits commerciaux et les multiples « chocs Trump » ont aussi largement contribué à ce phénomène d'habituation – y compris au dystopique ou au grotesque... Les marchés souffrent en réalité, et nous avec, d'un syndrome de grenouille dans l'eau froide qui ne se rend pas compte à quel point l'eau se réchauffe.

Dans les termes de Thomas Kuhn, la guerre en Ukraine, puis Trump 2, ont accéléré le changement de paradigme : **les marchés ne cherchent plus le prochain choc, mais le prochain événement capable de forcer une reconfiguration du régime de croissance ou des équilibres financiers.** Tant qu'un événement – fut-il spectaculaire – ne modifie ni les canaux centraux, ni la « plomberie financière », ni la trajectoire globale de croissance, le choc pourra être absorbé. Pour les départements des risques, **l'enjeu est donc moins de prévoir la prochaine crise, que de classer chaque événement en fonction de sa « convertibilité financière »** : convertibilité en termes de performance (croissance, inflation, taux réels et *cash flow*), de flux macro-économiques (croissance, énergie, matières premières, routes maritimes, sanctions sur des biens critiques, chaînes de valeur dominantes etc.) ; convertibilité en termes de risque systémique (du type accès au dollar, contrôle de capitaux, risques sur les collatéraux etc.) ; et convertibilité institutionnelle (les moments de perte de confiance et d'instabilité réglementaire).

Dans ce contexte, **l'enlèvement de Maduro apparaît moins comme un « nouveau choc » que comme un test de seuil : il interroge la capacité du système à distinguer ce qui relève du bruit géopolitique intégré dans les anticipations, ou ce qui constitue une rupture de régime.** Le fait que les marchés soient restés calmes n'invalider pas la gravité de l'événement, il confirme juste que, depuis l'Ukraine, le paradigme a changé.

## Le rapt de Maduro : événement majeur, information marginale

L'affaire Maduro illustre donc parfaitement la hiérarchisation contemporaine des risques. Politiquement, l'acte entérine l'acceptation des pratiques de puissance directes et l'érosion du droit international. Qu'en est-il du point de vue financier ? Le Venezuela était déjà sorti des circuits globaux, l'événement a donc modifié la valeur de recouvrement attendue de certains actifs, mais ne change pas l'équilibre énergétique mondial à court terme, ni les trajectoires de croissance globale. Le *pricing* est resté localisé. Cependant, **le raisonnement devient plus troublant lorsqu'il s'applique aux États-Unis.** Malgré une accumulation de signaux de dégradation institutionnelle que cet événement renforce – polarisation politique, crises budgétaires répétées, attaque du Capitole, violences politiques, déséquilibre exécutif législatif sous prétexte de sécurité nationale... – la dette américaine reste traitée comme un actif sans grand risque.

Cette apparente indifférence peut s'expliquer de plusieurs façons : confiance d'une partie des acteurs dans la résistance institutionnelle ; comparaison de l'économie américaine avec le reste du monde, particulièrement l'Europe ; lenteur perçue du risque politique.

**Mais on peut craindre aussi que le risque ne soit en train de se déplacer vers des dimensions peu visibles ; et surtout, qu'il soit masqué par le rôle des acteurs contraints dans l'architecture financière mondiale.** Le statut de valeur refuge des *Treasuries* américains introduit un biais structurel d'appréciation, la dette américaine étant massivement détenue par des acteurs contraints : banques soumises aux ratios prudentiels, assureurs, fonds réglementés, banques centrales. **Cette demande inélastique réduit la volatilité des prix et amortit le signal de risque.** Le *Yale Budget Lab* explore les liens entre la notion de « *safe harbor premium* » et de « *shadow political risk* » : une prime implicite de sécurité, estimée entre 25 et 35 points de base, masquerait une dégradation institutionnelle. Mais les évolutions ne seront pas linéaires : si la prime de « *refuge* » se dissipe, les impacts macro deviendront rapides<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Yale Budget Lab (2024) – *Political Risks to the U.S. Safe Harbor Premium*

## Le détour historique : quand les marchés voient et quand ils ne voient pas

**L'histoire financière est un laboratoire précieux pour comprendre la dissociation entre gravité politique et réaction de marché.** L'accession de Hitler au pouvoir est souvent citée comme un moment où les marchés auraient pu s'effondrer. Cependant, les indices boursiers allemands n'ont pas *prisé* le nazisme en évaluant l'abstraction morale, mais les conséquences économiques. Les entreprises connectées au parti nazi en ont bénéficié, étant susceptibles de profiter de la militarisation et de la commande publique<sup>9</sup>.

Les accords de Munich, en septembre 1938, constituent un autre « faux pivot » intéressant. Politiquement, ils marquent un moment de bascule symbolique. Financièrement, leur impact est ambigu. Les travaux de Frey et Kucher<sup>10</sup> sont éclairants : les marchés intègrent progressivement l'idée du conflit, mais ne basculent qu'à partir du moment où la guerre est perçue comme inévitable, quand la souveraineté des États et la continuité des paiements sont menacées. **L'événement politiquement spectaculaire n'est pas l'événement financièrement décisif. Le marché attend une « conversion » économique du risque**, pas un changement de régime politique ou un changement de discours, même très impactant.

Une large littérature sur les guerres mondiales confirme tous ces points : **les marchés réagissent surtout quand les événements affectent la capacité fiscale des États, la continuité des paiements ou la souveraineté monétaire**, et ces précédents historiques peuvent servir à éclairer le présent (il ne s'agit pas de comparer les événements, mais de réfléchir aux canaux de transmission).

Le risque institutionnel américain ressemble, à bien des égards, à une dérive lente, comparable aux périodes de « pré-rupture » observées dans l'histoire : accumulation de signaux, polarisation politique profonde, dégradation de la visibilité statistique et des réseaux d'alerte, fragilisation de nombreuses règles. Mais sans événement que l'on puisse immédiatement convertir en risque financier. **Le marché sait que le risque existe – c'est-à-dire que le risque politique n'est plus une variable stable du risque pays américain – mais il ne sait**

**pas encore comment, ni quand, il se « convertira » en risque.** C'est exactement ce que Kuhn décrit : les anomalies sont visibles, discutées, mesurées – mais « absorbables ». On est conscient que le paradigme est en train de rompre, mais les événements majeurs ne sont pas encore là.

## Conclusion : le calme n'est pas la naïveté

Le calme des marchés après le rapt de Maduro, tout comme leur tolérance persistante au risque institutionnel américain, n'est pas une preuve d'aveuglement. Cela signale surtout un monde dans lequel la géopolitique est devenue une toile de fond permanente, et où les seuils de réaction se sont déplacés. La question centrale n'est plus : quel est le prochain choc ? Mais quel événement forcera un changement du paradigme financier ?

L'histoire suggère une analyse prudente : les marchés ne se trompent pas longtemps, mais ils se trompent souvent sur le moment. Or, c'est aussi dans cet intervalle – entre l'accumulation des anomalies et la rupture des croyances – que se loge la vulnérabilité la plus profonde du système financier mondial...

**D'une certaine façon, l'enlèvement de Maduro n'est pas seulement un fait géopolitique majeur, c'est donc un stress test du changement de paradigme. Dans un monde où la géopolitique est devenue structurelle, le marché peut intégrer une dose chronique de risque, mais au prix d'une difficulté croissante à reconnaître l'événement qui change la distribution des risques.** Le marché n'est pas aveugle sur la géopolitique, mais il ne fonctionne pas comme un baromètre moral. **Il lui faut des canaux de transmission et surtout, des « points de conversion ».** Paradoxe final : un événement géopolitique majeur va donc être structurellement sous-prisé tant qu'il n'est pas converti en risque financier.

La question qui suit, pour 2026, est d'identifier les événements qui pourraient être de potentiels points de « conversion » du risque géopolitique en risque financier, à savoir les événements de vraie rupture d'anticipations. Ce sera l'objet de notre prochaine publication géopolitique.

<sup>9</sup> Ferguson, N. et Voth H.J. (2008). *Betting on Hitler: The Value of Political Connections in Nazi Germany*. *Quarterly Journal of Economics*, 123

<sup>10</sup> Frey B. S. et Kucher M. (2000). History as Reflected in Capital Markets. *Explorations in Economic History*, 37

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



### Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Décembre 2025

En comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité

Date	Titre	Thème
08/01/2025	<a href="#">États-Unis – La croissance est restée forte au T3</a>	États-Unis
08/01/2025	<a href="#">Sahel – Le projet souverainiste se heurte à la question sécuritaire</a>	Afrique
19/12/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
19/12/2025	<a href="#">Monde – Scénario 2026-2027 : en comptant sur le soutien de la politique budgétaire, contrepoids à l'adversité</a>	Monde
18/12/2025	<a href="#">Corée du Sud : un an après la crise politique, les marchés achètent les promesses de stabilité</a>	Asie
16/12/2025	<a href="#">France – Enquête de conjoncture et défaillances d'entreprises, les bonnes nouvelles de la BdF</a>	France
12/12/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/12/2025	<a href="#">Arabie saoudite – Un Quincy 2.0 au profit de la diversification ?</a>	Moyen-Orient
11/12/2025	<a href="#">Zone Euro – Révision à la hausse de la croissance au T3 2025</a>	Zone euro
08/12/2025	<a href="#">France – La production industrielle est restée élevée en octobre, en hausse notable sur un an</a>	France
05/12/2025	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
04/12/2025	<a href="#">New Delhi dans le brouillard</a>	Asie
03/12/2025	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : mesurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages</a>	France, immobilier
02/12/2025	<a href="#">France – Confirmation de la forte croissance de l'activité au troisième trimestre, l'emploi résiste</a>	France
01/12/2025	<a href="#">Royaume-Uni – Budget de l'automne 2025, la cigale ou la fourmi ?</a>	Royaume-Uni

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDÀ

**Zone euro :** Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro),  
Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géoéconomie :**

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

**Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne :** Laure DE NERVO, Morgane ABBAS

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Datalab ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Sophie GAUBERT – Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces

*sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*